

تطور الأسواق المالية الناشئة

"تحليل وضعية السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009-2019)"

The Evolution of Emerging Financial Markets "Analysis of The Situation of Algerian Financial Market during The Period (2009/2019)"

بوقرة كريمة^{1*}، أوبوكر بوسالم²، ساعد بخوش حسينة³

¹ المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف - ميله، (الجزائر)،

k.bouguerra@centre-univ-mila.dz

² المركز الجامعي نور البشير - البيض (الجزائر)،

bakeur87@yahoo.fr

³ المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف ميله، (الجزائر)،

h.saadbekhouche@centre-univ-mila.dz

النشر: 2020/12/31

القبول: 2020/12/27

الاستلام: 2020/11/19

ملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى التعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة ومكانتها في اقتصاديات دول العالم في ظل ما تعرفه هذه الأسواق من تطورات متسارعة، حيث ركزت هذه الورقة على دراسة وضعية السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009/2019) والذي يعتبر من الأسواق حديثة النشأة التي كانت ناتجة عن الإصلاحات الاقتصادية التي بادرت إليها الجزائر في مطلع تسعينيات القرن الماضي كحتمية هيكلية لترسيخ التوجه الاقتصادي الذي تبنته الدولة في تلك المرحلة، أين تم التوصل من خلال تحليل المؤشرات الخاصة بقياس درجة تطوره، أن بورصة الجزائر مازالت بعيدة كل البعد عن السوق الناشئ الكفاء، لا تكاد تحظى بمؤشر واحد فقط يكون في المستوى المطلوب، وهذا ما يبين أن السوق المالي الجزائري سوق تقليدي بعيد عن التطلعات والأهداف المرجوة في جذب المدخرات للقيام بالعملية المعاكسة ألا وهي عملية تمويل الاقتصاد الوطني.

الكلمات المفتاحية: الأسواق الناشئة، الأسواق المالية، بورصة الجزائر.

* المؤلف المراسل

Abstract:

This research aims to identify the most important concepts related to the emerging financial markets and their position in the economies of the world countries in light of the rapid developments in these markets. This paper focused on studying the situation of the Algerian financial market during the period of 2009 till 2019, which is considered one of the modern markets that is emerged as a result of the economic reforms initiated by Algeria in the early nineties of the last century as a structural imperative to consolidate the economic orientation adopted by the state at that stage. After analyzing the indicators to measure their degree of development, the study concluded that the Algerian Stock Exchange is still far from the efficient emerging market, as it hardly has one indicator that is at the required level. This shows that the Algerian financial market is a traditional market that is far from the aspirations and desired goals in attracting savings to do the opposite process, which is the process of financing the national economy.

Keywords: Emerging Markets, Financial Markets, Algerian Stock Exchange.

1. مقدمة:

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت هناك ضرورة إلى وجود أسواق مالية باعتبارها أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار المستثمرين وصغار المستثمرين تحقيق أرباح نتيجة للتطورات الاقتصادية، حيث ظهرت الأسواق المالية الناشئة استجابة للطلب المحلي على رؤوس الأموال وكنتيجة لرغبة المستثمرين في استثمارهم في الدول الصاعدة، لما توفره من فرص استثمارية قد لا يتحصلون عليها في الأسواق الناضجة ما ساهم في زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي المستثمر في تلك الأسواق، وهذه التدفقات أحد العوامل الرئيسية لنمو الأسواق المالية الناشئة.

تعد سوق الأوراق المالية الجزائرية كغير الكثير من الأسواق الأوراق المالية العربية، سوقا حديثة النشأة، والتي كانت ناتجة من إصلاحات الإصلاحات الاقتصادية التي بادرت إليها الجزائر في مطلع تسعينيات القرن الماضي كحتمية هيكلية لترسيخ التوجه الاقتصادي الذي تبنته الدولة في تلك المرحلة حيث تحوي العديد من المؤسسات والمهنيين، لإصدار وتداول الأصول المالية على المدى المتوسط والطويل، تسعى لتحقيق أهداف هامة كتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، توسيع العمل الاستثماري، وضمان استدامة الشركات وتحسين حوكمتها. وبناء على ما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما هو واقع تطور السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009-2019)؟

الأسئلة الفرعية: بناء على الإشكال تتجلى لنا التساؤلات التالية:

- ماذا نعني الأسواق المالية الناشئة؟
 - ما هي أهم خصائص الأسواق المالية الناشئة؟
 - ما هي أهم المشاكل التي تواجه الأسواق المالية الناشئة؟
 - ما هو واقع وضعية بورصة الجزائر خلال الفترة (2009-2019)؟
- أهداف الدراسة: من أهم النقاط التي تدعو لدراسة الموضوع نذكر على سبيل الذكر لا الحصر:

- إلقاء الضوء على المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة؛
- معرفة أهم خصائص الأسواق الناشئة والتي تميزها عن الأسواق المتقدمة؛
- دراسة أهم المشاكل والعراقيل التي تواجه الأسواق المالية الناشئة؛
- تحديد المتطلبات الكافية لرفع سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى مصاف الأسواق المالية الناشئة، من خلال تحليل وضعية السوق المالي الجزائري.

أولاً: مدخل للأسواق المالية الناشئة

1. مفهوم الأسواق المالية الناشئة:

تطرق العديد من الاقتصاديين إلى تعريف مصطلح الأسواق الناشئة في محاولة منهم لتحديد مفهوم دقيق له منذ ظهوره سنة 1981، ولكن لا يوجد تعريف مقبول وواضح إلى يومنا هذا، ولعل اشمل هذه المفاهيم وأحدثها هو تعريف كريستين لأفرد رئيسة صندوق النقد الدول، وفيما يلي سيتم عرض أهم المفاهيم من قبل بعض الاقتصاديين:

- تعرف كريستين لاغرد "CHRISTINE LAGUARD" رئيسة صندوق النقد الدولي الأسواق المالية الناشئة: بأنها مجموعة تضم 30-50 بلدا في مرحلة التحول أي أنها ليست شديدة الثراء، ولا شديدة الفقر، كما أنها متفتحة نسبيا أمام رأس المال الأجنبي، ولديها نظم مالية وتنظيمية لم تصل بعد إلى مرحلة النضج الكامل؛ (مسيب، 2017، صفحة 67)

- تعرف الأسواق الناشئة: على أنها مجموعة الدول التي لها بعض الخصائص الدول المتقدمة ولكنها لا تتوافق مع جميع معاييرها، تتميز بدخل منخفض أو متوسط الفرد،

أي أنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق؛ (سلطان، 2014، 2015، صفحة 45)

- تعرف مؤسسة التمويل الدولية الأسواق الناشئة: أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي 8955 دولار في عام 1994 وهو الحد الأدنى الذي حدده البنك الدولي لتحديد البلدان ذات الدخل المرتفع. (خزان، 2017، صفحة 99).
- من خلال ما سبق يمكن القول أن الأسواق المالية الناشئة: هي الأسواق التي توجد خارج الدول الصناعية الكبرى، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، أي هي تلك الأسواق التي تكون في الدول منخفضة الدخل ومتوسطة النمو.

2. مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

تمر الأسواق الناشئة بمجموعة من مراحل التطور ويكون وضع السوق أفضل من المرحلة التي قبلها وتتخصص هذه المراحل في:

- **المرحلة الأولى (مرحلة النمو):** كانت فيها الأسواق لازالت في المراحل الأولى للتطور: مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر تميزت ب:
 - ☞ قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم؛
 - ☞ ضئيلة القيمة السوقية للأسهم وتركيز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة؛
 - ☞ انخفاض سيولة الأوراق المالية؛
 - ☞ التقلبات الشديدة في الأسعار؛ (خوني و حجاب، 2016، صفحة 43)
- **المرحلة الثانية (مرحلة الانفتاح):** تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح و ثم البدء في اجتذاب المستثمر الأجنبي، ومع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة وان كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل ومن بين أسواق الأوراق المالية التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين كولومبيا الهند، المغرب باكستان، الفلبين ومصر. (بوكساني، 2006، صفحة 18)
- **المرحلة الثالثة (مرحلة التطور):** تصبح عوائد السوق اقل تقلباً مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة، وتزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام إلى قطاع خاص بطرح إصدارتها للجمهور طرحاً

أوليا الأمر الذي يخلق مزيد من الوساطة الناجحة ، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين ،اندونيسيا ،تركيا، المجر، تايلاند. (بوكساني، 2006، صفحة 19).

■ **المرحلة الرابعة (مرحلة النضج):** هنا تصبح الأسواق الناشئة أكثر نضجا بسبب استقرار نموها واتساعها، مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:

☞ معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية؛

☞ حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية؛

☞ أسواق تنافسية عالمية. (خوني و حجاب، 2016، صفحة 44)

3. خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتميز الأسواق المالية الناشئة بخصائص تجعلها تعاني بشكل كبير من تذبذب مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للآزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، ومن أهم الخصائص نذكر: (عيادي، 2015، صفحة 4)

■ **صغر حجم السوق:** يعكسه كل من مؤشر رسملة السوق، وعدد الشركات المسجلة في السوق، على الرغم من تحقيق بعض الأسواق معدلات جيدة وارتفاع مؤشراتها إلى أكثر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من الحجم المتواضع.

■ **تذبذب درجة التقلبات في العوائد:** تعني درجة التقلبات مدى وجود تغيرات في العوائد في السوق (حاصل قسمة سعر السهم علي عائده)، وتقاس من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب علي ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال.

■ **ارتفاع درجة التركيز:** تقاس درجة تركيز في السوق بحساب حصة أكبر عضو للشركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والتفسير الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى علي رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق الشركات، وبالتالي البحث عن تقاطع مؤشر الحجم مع مؤشر التركيز، مما يسمح بإمكانية عزل البورصات الناشئة عالية التركيز.

- **قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية**، إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيرة كفؤة من أجل السير الحسن للعمليات المالية بالإضافة إلى جهاز معلوماتي ضفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة كما أنه لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين والمستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال وإعادتها إلى البلد الأم أو تحويل الأرباح.
- **سيولة السوق**: تعني سيولة السوق وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، وتقاس عادة بمؤشرين،: قيمة التداول / قيمة الرسملة في البورصة، وقيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي.
- **التشريعات الضريبية**: التشريع الضريبي الملائم يشكل عنصرا أساسيا لتطوير البورصات الوطنية- لتنشيط الاستثمارات الأجنبية بالأوراق المالية المحلية، وضعف الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة. (مريميت و بن شرشار، 2015، صفحة 14).

ثانيا: مشاكل الأسواق المالية الناشئة

1. مشاكل متعلقة بالتقلبات:

تعتبر التقلبات في اقتصاديات الدول الناشئة ومن ثم أسواقها المالية سمة من سماتها، فهنا العديد من العوامل التي تؤدي إلى هذه التقلبات والتي تبدو في بعض الأحيان وغير منطقية في أحيان أخرى، ومن هذه العوامل: (الجزاوي، 2019، صفحة 82)

- عدم ثبات شروط التجارة الدولية التي تنشأ في اقتصاديات التي تعتمد على منتجات أولية أو منتج؛
- عدم اليقين من جدوى وصحة التكيف الهيكلي في الأسواق الناشئة؛
- تتعرض البلدان ذات الأسواق المالية الناشئة إلى أزمات داخلية وخارجية تهدد استقرار عمليات الإصلاح، وتعتبر في دول العالم أجمع الأزمات سواء كانت دولا متقدمة أو دولا ناشئة.

2. مشاكل متعلقة بالمضاربات:

تعني المضاربة شراء أو بيع أوراق مالية بهدف تحقيق أرباح سريعة في المدى القصير عن طريق فروقات الأسعار أو ما يسمى بالمكاسب الرأسمالية. والمضاربة ضرورية إلى درجة معينة لسوق الأوراق المالية، لأنها ترفع من درجة سيولة السوق ولكن قد تكون لها نتائج سلبية جدا إذا أسيء استخدامها، ومن المشاكل المتعلقة بالمضاربات في الأسواق المالية الناشئة: (الجزاوي، 2019، صفحة 83)

- المضاربات الغير الناضجة: وهي التي تؤدي إلى تفاعلات سلبية علي سوق الأوراق المالية وسوق العملات؛
- التطورات الغير متدرجة في تنظيم أسواق المال: تؤدي إلي المزيد من مخاطر المضاربة، فالأسواق المالية الناشئة التي تسعى لإجراء إصلاحات كبيرة وسريعة تؤثر علي المستثمرين مما يخلق أجواء من عدم الثقة من جدوى هذه الإصلاحات لدى المستثمرين المحليين والأجانب في السوق.

3. المشاكل المتعلقة بالاستثمار في المحفظة:

تعرف المحافظ الاستثمارية بأنها كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية كالمعاداة الثمينة والعقارات والسلع حاو مالية كالأسهم والسندات...الخ، لهذا يدخل من ضمن المحفظة ما يملكه الفرد لاستعمالاته الشخصية كالبيت والسيارة وغيرها. وهناك أهداف أساسية وأهداف فرعية لإدارة المحافظ الاستثمارية، وتأخذ المشاكل المتعلقة بالاستثمار في المحفظة في الأسواق المالية الناشئة شكلين:

- حالة هروب رؤوس الأموال: في هذه الحالة يدخل المستثمرون الأجانب للاستثمار في السوق الناشئ بحثا عن الأرباح السريعة والكبيرة والتي لا تتاح في الغالب في الأسواق المتقدمة، إلا أن المستثمرين الأجانب قد يلجئون إلي الهروب بأموالهم مخلفين ورائهم أزمات مالية لا تؤثر علي السوق المال فقط بل يهتز لها الاقتصاد ككل؛
- حالة زيادة تدفق رؤوس الأموال إلي السوق الناشئ: التوسع في الأصول المالية المحلية، الأمر الذي يزيد من الطلب علي السلع المحلية ومن ثم يزيد من معدل التضخم إذا كانت عملة الدولة الناشئة معومة فان سعر العملة سيرتفع، وإذا كانت

الدولة تتبع سعر الصرف الثابت هذا يؤدي إلي انخفاض في سعر الفائدة، مما يؤدي إلي عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة.

ثالثا: تحليل وضعية السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009-2019)

1. الأسواق المكونة لبورصة الجزائر:

تتكون بورصة الجزائر للقيم المنقولة من سوقين وهما سوق سندات الدين وسوق سندات رأس المال حيث يتكون هذا الأخير من سوقين:

- **السوق الرئيسية:** هي أسواق موجهة للشركات الكبرى، حيث وصفت عدة تقارير عالمية أن السوق المالي الجزائري سوق شبه ناشئ لان نشاط البورصة فيه اقتصر على عمليات اكتتاب محدودة لبعض الشركات الجزائرية بواقع شريكتين حكوميتين وثلاث شركات خاصة موزعة على قطاعات صناعة الأدوية، والفنادق والتأمينات، والصناعات الغذائية، فيما تنتظر البورصة إدراج سبع مؤسسات أخرى منذ 2013. و الشركات المتواجدة حاليا نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

رمز ISIN	الرمز في البورصة	الاسم الشركة	القطاع
DZ	ALL	اليانس للتأمينات	التأمينات
DZ	ROUI	ان. سي. ارويية	الصناعة الغذائية
DZ	AUR	م.ت.ف. الاوراسي	الفندقة
DZ	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية
DZ	BIO	بيوفارم	الصناعة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر،

http://www.sgbv.dz/ar/?page=detail_capital تاريخ الاطلاع 2020/07/19

صنف تقرير صندوق النقد العربي الذي صدر في 2015 أن بورصة الجزائر ضمن الأضعف عربيا، بالنظر إلي عدد الشركات المدرجة فيها، وأيضا حجم التداول اليومي للأسهم والسندات، يرجع ذلك لعدة عوامل أن الجزائر لا تمتلك منظومة صناعية

ولا تجارية تسمح بممارسة النشاط في البورصة، بسبب ضعف ثقافة الاستثمارية الجزائرية وتراجع الدولة في الدخول إلى المنظومة المالية الجديدة، بالإضافة إلى أن طبيعة المؤسسات التي تتميز بالطابع العائلي هو الأمر الذي أعاق تطور هذه الشركات إلى شركات اقتصادية تخضع لمعايير السوق.

▪ **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق سنة 2012، بموجب نظام لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 11433 الموافق ل 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام للبورصة القيم المنقولة، ويمكن لهذه الأسواق أن توفر للمؤسسات الصغيرة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة للنمو بالنسبة للمؤسسات من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين. (بودريوة، 2019، صفحة 196)

▪ **سوق السندات:** هو سوق استحقاق نجد فيه كل من سوق سونلغاز SONELGAZ، الجزائرية للفندقية والعقارات DAHLI، شركة النقل الجوي الجزائرية AIRALG، فندق رياض سطيف ERIAD، شركة سونطراك SONATRACH، المؤسسة المالية للاتئمان الايجاري المغربي بالجزائر MLA، لكن جل هذه المؤسسات حلت تواريخ استحقاق سنداتها، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة، بالإضافة إلى سوق كتل السندات الخزينة العمومية OAT، المخصصة للسندات العمومية الجزائرية التي تم تأسيسها سنة 2008.

2. تطور مؤشرات بورصة الجزائر

تضم مؤشرات أداء بورصة الجزائر إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، بحيث تعكس الاتجاه العام للسوق، أين تتم عملية تسييرها من قبل شركة تسيير البورصة .

1.2 حجم التداول بورصة الجزائر

نلخص حجم دوران بورصة الجزائر من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(01): رسم بياني يوضح تطور حجم التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01)

حسب تقرير صندوق النقد العربي للربع الرابع لسنة 2009، بلغ حجم التداول لبورصة الجزائر 30.2 مليون دولار أمريكي وهو يمثل الحجم الأدنى في التداول بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة العربية، يرجع ذلك إلى صغر حجم التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع الأسواق العربية، وكذلك تدني عدد أيام التداول والتي تقتصر على الأسبوع فقط، وفي بعض الأحيان يكون حجم التداول معدوماً، وهذا لسبب انعدام ثقافة الاستثمار والادخار في الجزائر، كما عرف حجم التداول تراجع عدد الصفقات المبرمة بالرغم من إدراج شركة ذات أسهم بيوفارم سنة 2016، وانسي رويبة سنة 2013، واليناس للتأمينات سنة 2011، وخلال الفترة 2009/2019 كفترة بداية الأزمة المالية في الجزائر وكذلك في عمق الأزمة، هو ما نستطيع ملاحظته تراجع كبير لحجم الصفقات وهذا لعزوف الشركات الاستثمارية في هذه السوق المالية، كل هذا أدى إلى انتعاش السوق الموازية.

2.2 القيمة السوقية لبورصة الجزائر

نلخص تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر من خلال الشكل الموالي:
الشكل رقم(02): رسم بياني يوضح تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال
الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد علي معطيات الجدول رقم (03)

يبين الشكل رقم (02) تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 إلى غاية سنة 2019، حيث نلاحظ ان القيم السوقية للبورصة سجلت منحى تنازلي من سنة 2011 إلى غاية 2017، من 135.6 مليون دولار إلى 84.6 مليون دولار سنة 2017 رغم دخول شركة رويبة سنة 2013 وشركة بيوفارم في 2015 لسوق، إي أن رأس المال السوقي عرف انخفاضات في اغلب سنوات الدراسة، ماعدا الزيادة الوحيدة المسجلة سنتين 2019/2018، هذا ما يدل علي تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، و يعكس عجز بورصة الجزائر علي تعبئة المدخرات وزيادة الاستثمارات، أي عجزها عن زيادة الإصدارات الجديدة، كما أنها لا تساهم في تنويع المخاطر هذا من جهة، ومن جهة أخرى فان تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية، وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نمورا بطيئا، كما أن اتجاه التطور

لا يزال سلبي في اغلب السنوات ، وهو ما يوضح أن قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية علي القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها، وإذا ما راجعنا إلي بورصة الجزائر يتضح أنها اصغر بورصة بالنسبة لمؤشر الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات.

3.2 معدل دوران السهم في بورصة الجزائر:

نلخص معدل دوران السهم في بورصة الجزائر من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم: (03): رسم البياني يمثل تطور معدل دوران السهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد علي معطيات الجدول رقم (04)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن معدل الدوران هو الآخر متذبذب وضعيف، هذا ما أدى إلي ضعف بورصة الجزائر لأنه يعكس أداء البورصة، اي كلما كان المعدل مرتفعا علي الرغم من حجم الرسملة القليلة لكان الدور الايجابي في زيادة الإنعاش ودعم الاقتصاد الوطني، كما نلاحظ أيضا انخفاض سنة 2009 بنسبة 0.03، ليسجل اعلي قيمة له سنة 2011 إلي 0.45، وهو مؤشر ضعيف جدا يدل علي انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم إلي أقل من مرة في السنة، وهو ما يدل عن الواحد الصحيح، ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلي أقل من

مرة في السنة، ما يعيق عملية بيع وشراء الأسهم بسهولة، وهي تعد نسبة منعدمة مقارنة بالأسواق الناشئة العربية، وبما في ذلك الأسواق العالمية، الأمر الذي يجعل السوق المالي الجزائري بعيد عن الكفاءة المالية.

3. معوقات واليات تفعيل بورصة الجزائر

1.3 معوقات تفعيل بورصة الجزائر

من خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك ظروف عديدة حالت دون لعب البورصة لدورها الذي قامت لأجله منذ أكثر من عشرين سنة تقريبا، ويرجع ذلك إلى جملة من المعوقات أهمها:

- **التضخم:** إن الارتفاع في معدلات التضخم يؤثر سلبا على حجم العمليات المالية وعلى قيمة النقد ومن ثم على القيمة الحقيقية الشرائية للأفراد الذين يواجهون اهتمامهم إلى ارتفاع الأسعار عوض التوظيف في السوق المالي وقد عرفت الجزائر بداية التسعينات ارتفاع في معدلات التضخم حيث كانت من بين أهم الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور بورصة الجزائر؛
- **هيمنة القطاع العام للاقتصاد الجزائري:** إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا مع تبني لخيار اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة، كما تأخرت عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان يعتمد عليها في تنشيط البورصة الأمر الذي زاد من عرقلتها؛ (بن شنهو، 2016، صفحة 61)
- **ضعف الإفصاح والشفافية:** يعد الإفصاح جانبا في غاية الأهمية من شأنه إعطاء دفعة قوية للبورصة الجزائرية إلا أن تجاهله اثر سلبا على نشاط السوق المالي، لكن الملاحظ على أرض الواقع أن المستثمر ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات التي تعتبر سطحية وعامة؛
- **ضيق السوق المالي:** طالما اقترن نشاط البورصات وبخاصة الناشئة منها بعدد الأوراق المالية المتداولة فيها ومنه تنوع محافظ الأوراق المالية المتداولة في إطارها، لكن الواقع في الجزائر غير ذلك حيث تتميز البورصة الجزائرية بقلّة المؤسسات المقيدة فيها؛ (ساعد، 2008، 2009، صفحة 167، 186)

- **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات زادت فعاليتها ، إلا أن بورصة الجزائر يوجد بها عدد محدود من المؤسسات ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة؛
- **عدم تنوع الأوراق المالية:** يعد التنوع احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية ، وبورصة الجزائر هي بورصة حديثة النشأة ولا تتداول إلا ثلاثة أصناف وهو ما يجعلها تفتقر للكفاءة. (بومدين، 2006، صفحة 16)

2.3 آليات تفعيل بورصة الجزائر:

إن نجاح بورصة الجزائر يعتمد علي ما توفره الحكومة من رعاية لها وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض ببورصة الجزائر، والمتمثلة في: (شمام و زودة، 2016، صفحة 167)

- **توفير بيئة اقتصادية ملائمة:** يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة ، ولا بد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة ويجب أيضا توفير المناخ الاستثماري المناسب من خلال توفير المناخ الاستثماري المناسب من خلال منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية؛
- **تطوير معايير الشفافية والإفصاح:** أولت أسواق العربية اهتمام كبير لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر؛
- **الرفع من مستوى الدخل الحقيقي:** لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة؛
- **التنوع في الأدوات المالية:** يعد التنوع احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من

الأوراق المالية تفسح لهم مجالاً واسعاً لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم وأهدافهم وميولاً تهم الشخصية ، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض المخاطر؛

- **تفعيل برنامج الخصخصة:** يمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برامج التخصيص بانتهاء طريق استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركات سواء كانت الديون لدائنين محليين ناو ديون لمجلس الإدارة أو ديون خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية. (بودريوة، 2019، صفحة 203)

خاتمة

من خلال ما سبق نستنتج أن الأسواق المالية الناشئة هي الأسواق تعود للدول منخفضة ومتوسطة النمو التي بدأت عمليات التغيير والتطور الاقتصادي فيها بشكل تدريجي وذلك بالاعتماد على قدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، وينطبق مصطلح السوق الناشئة على الأسواق المنشأة حديثاً أو البورصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث دون أن تساهم في تطوير اقتصاديات تلك البلدان، أي أنها أسواق تمتلك قدرات تؤهلها لمواصلة النمو والتطور ورفع درجة كفاءتها وفعاليتها أدائها الاقتصادي لتتحول إلى مركز جذب لرؤوس الأموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفعة التي تحققها. وكذلك من خلال ما تم تحليله من مؤشرات الخاصة بقياس درجة تطور السوق المالي الجزائري نجد أن بورصة الجزائر مازالت بعيدة عن السوق الناشئة الكفاء، حيث مازالت بعيدة عن التطلعات والأهداف المرجوة لتمويل الاقتصاد الجزائري.

ومن من أهم النتائج المتوصل إليها:

- لا يوجد تعريف موحد للأسواق المالية الناشئة، فيمكن أن تعني سوقاً قد دخلت عملية النمو بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد به سوقاً بدأت في التطور؛
- شهد العالم حركة تحرير مالي أدى إلى ظهور أسواق مالية متطورة في الدول النامية أطلق عليها الأسواق المالية الناشئة، تميزت بالعائد الكبير الذي استقطب المستثمرين باعتبارها مصدر تنويع لمحفظةهم؛

- إن الأسواق المالية الناشئة تنفرد بخصائص تميزها عن الأسواق المالية المتقدمة، وأن درجة المخاطر لديها أكبر وهو ما يزيد من احتمال حصول المستثمر علي عوائد أكبر تميزها بضعف معامل الارتباط مع الأسواق المتقدمة؛
- إن السوق المالي الجزائري سوق شبه ناشئ تقليدي يغيب فيه تداول الأدوات المالية وتنوعها، حيث أن نشاط البورصة فيه اقتصر على عمليات اكتتاب محدودة لبعض الشركات؛
- بورصة الجزائر مازالت بعيدة عن التطلعات والأهداف المرجوة، حيث أنها لا تكاد أن تحضي بمؤشر واحد في المستوى المطلوب وهذا ما بين ضعف السوق المالي الجزائري؛
- ضعف المؤسسات الجزائرية وعدم تمتعها بالاستقلالية التامة جعلها والصيغة القانونية الملائمة وضعف الشفافية جعلها تكون بعيدة كل البعد عن السوق.

التوصيات

- من خلال النتائج المتوصل إليها سابقا يمكن اقتراح جملة من التوصيات في تطوير السوق المالي الجزائري إلى سوق مالي كفاء:
- يتطلب تحويل بورصة الجزائر إلى سوق مالية ناشئة استثناء عدة معايير تتعلق بالحجم والسيولة تتمثل بالضرورة في وجود شركات ضخمة، لزيادة معدل دوران الأسهم وارتفاع القيمة السوقية؛
- ضرورة العمل على صياغة برامج توعية بالثقافة البورصة من خلال إقامة ندوات في الجامعات والمعاهد للإمداد عن بورصة الجزائر؛
- توعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية العامة منها والخاصة للدخول إلى البوصة من خلال منحها إعفاءات ضريبية وتسهيل شروط الإدراج في البورصة
- إنشاء مؤسسات مالية جزائرية تعمل داخل البورصة كشركات لتصنيف وتقييم الجدارة الائتمانية، وإنشاء صناديق الاستثمار لزيادة نشاطه؛
- العمل على تنويع الأدوات المالية المتداولة في بوصة الجزائر واعتماد نظام آلي للتداول والتسوية وتحسين الإطار القانوني و التنظيمي لبورصة الجزائر؛
- وجوب انضمام الجزائر إلى قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية والاستفادة من التطوير الحاصل فيها؛

- تنمية القطاع الخاص والقطاع العام، وتطوير أساليب الشراكة بينهما.
- قائمة المراجع

- ابتسام ساعد، (2008،2009)، كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
- أمينة بودريوة، (2019)، واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر الاقتصاد الجزائري، مجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، مجلد(العدد 1)، 191-206.
- رابح خوني، عيسى حجاب، (2016)، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي:دراسة حالة السوق المالي الأردني، مجلة إقتصاديات الاعمال والتجارة ،مجلد1(العدد1)، 37-57.
- رشيد بوكساني،(2006)، واقع أسواق الاوراق المالية في الدول الناشئة و أثر العولمة المالي عليها، مجلة حوليات جامعة الجزائر،مجلد17 (العدد 1)، 7-39.
- عبد الحفيظ خزان، (2017)، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية: دراسة مجموعة الاسواق المالية الناشئة من 1994 الي 2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، مجلد 3 (العدد 12)، 93-120.
- عبد القادر عيادي، (17-18 نوفمبر، 2015)، اثر الاقصاد المحاسبي علي الأسواق المالية الناشئة: الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر. المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي. سكيكدة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، جامعة 20 اوت 1955.
- عبد الوهاب شمام، عمار رزودة. (2016). سوق الاوراق المالية الحلول والمشكلات، مجلة آفاق للعلوم، مجلد1 (العدد2)، 157-169.
- عديلة مرميت، عزالدين بن شرشار،(يومي17،18 نوفمبر2015)، دور صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة: دراسة حالة سوق الاسهم السعودي، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائ، جامعة 20 اوت 1955، اسكيكدة،الجزائر.

- فريدة بن شنهو، (2016)، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، مجلد 12 (العدد 13)، 55-73.
- حمد احمد الجيزاوي، (2019)، أسواق الأوراق المالية وحلول الادارة الالكترونية، الطبعة الأولى جامعة الملك فيصل، كلية الادارة والاعمال، دار النشر Ktub، لندن.
- مونية سلطان. (2014، 2015). كفاءة الاسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، بسكرة، الجزائر.
- نصيرة مسيب، (2017)، الأسواق الناشئة ومكانتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012-2016، مجلة الحقيقة، المجلد 17 (العدد 3)، 446-476.
- نورين بومدين، (يومي 22، 21 نوفمبر، 2006). دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات :دراسة حالة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.

قائمة الملاحق

الملحق الأول:

الجدول رقم (02): يمثل تطور حجم التداول بورصة الجزائر

حجم التداول	السنوات
30.2	2009

تطور الأسواق المالية الناشئة : تحليل وضعية السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009-2019)

46.1	2010
613	2011
284.9	2012
263.4	2013
214.5	2014
123.7	2015
370.4	2016
158.5	2017
370.4	2018
903.9	2019

الوحدة: ألف دولار أمريكي

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2019 الموقع الإلكتروني: تاريخ الاطلاع: 18/07/2019

<https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt2020>

الملحق الثاني:

الجدول رقم (03): يمثل تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر

الوحدة: مليون دولار أمريكي

القيمة السوقية	السنوات
91.1	2009
46.1106.1	2010
135.6	2011
125.9	2012
124.7	2013
110.7	2014
90.6	2015
88	2016
84.6	2017
369.4	2018
371.6	2019

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد علي تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2009 حتى 2019 النقد العربي الموقع الالكتروني: تاريخ

الاطلاع: 2020/07/18 <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الملحق الثالث

الجدول رقم(04): يمثل تطور معدل دوران السهم في بورصة الجزائر

الوحدة: %

السنوات	معدل دوران السهم
2009	0.03
2010	0.4
2011	0.45
2012	0.23
2013	0.21
2014	0.19
2015	0.14
2016	0.23
2017	0.19
2018	0.9
2019	0.10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد علي تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع

الرابع من الموقع الالكتروني: تاريخ الاطلاع: 2020/07/18

<https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>